

投资评级：买入(维持)

万华化学(600309)

MDI 价格低迷，看好中长期成长

市场数据 2019-10-24

收盘价(元)	43.12
一年内最低/最高(元)	26.80/52.16
市盈率	16.3
市净率	3.27

基础数据

净资产收益率(%)	36.82
资产负债率(%)	49.0
总股本(亿股)	31.4

最近12月股价走势



联系信息

虞小波	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
张兴宇	分析师
SAC 证书编号: S0160518120001	
zhangxingyu@ctsec.com	

相关报告

- 《万华化学(600309):2019H1 业绩符合预期, MDI 价格有望回归历史价格中枢》 2019-08-22
- 《万华化学(600309):收购瑞典国际化工, 增强公司竞争力》 2019-07-31
- 《万华化学(600309):2019Q1 业绩符合预期, 5月 MDI 挂牌价继续上调》 2019-04-29

公司发布 2019 年三季报: 实现收入 485.39 亿元(YoY-12.48%), 营业利润 100.24 亿元(YoY-41.20%), 净利润 82.81 亿元, 归属上市公司股东净利润 78.99 亿元(YoY-41.75%); 其中 2018Q3 实现归母净利润 22.78 亿元(YoY-25.45%, QoQ-19.36%)。公司聚氨酯系列实现收入 240.55 亿元(H1 为 164.84 亿元), 石化系列实现收入 126.38 亿元(H1 为 75.13 亿元), 精细化学品及新材料系列实现收入 50.38 亿元(H1 为 32.38 亿元)。

三季度 MDI 价格低迷, 中长期看好价格向历史中枢回归。公司聚氨酯系列产品产量 198.45 万吨, 销量 196.48 万吨, Q3 聚合 MDI (分销) 挂牌价均价为 15000 元/吨(H1 为 15367 元/吨), 纯 MDI 挂牌价均价为 20800 元(H1 为 24867 元/吨)。受下游需求疲软影响, 近期 MDI 价格依然维持较低水平。但是从全球范围看, 未来两年除万华以外新产能投产较少, 高壁垒、高投入使得行业保持寡头垄断格局。另外, 万华今年对于瑞典化工的收购不仅提升公司竞争力, 也消除了市场对于 MDI 技术转让带来新进入者的担忧。

石化产品同比明显下滑, 乙烯项目进展顺利。2019Q3, 山东丙烯均价 7749 元/吨(YoY-14.70%); 山东 PO 均价 9851 元/吨(YoY-18.9%); 山东丁醇均价 6423 元/吨(YoY-18.35%); 山东丙烯酸均价 7336 元/吨(YoY-15.7%); NPG 华东加氢均价 8951 元/吨(YoY-35.2%)。原材料方面, 上半年丙烷 CP 均价 365 美元/吨, 同比下跌 36.89%; 丁烷 CP 均价 358 美元/吨, 同比下跌 40.28%。公司乙烯项目去年 12 月全面开工建设, 目前进展顺利, 未来将为石化板块贡献较大增量。

精细化学品及新材料板块营收持续增长。板块营收 50.38 亿元, 同比增长 20.15%。公司二期 13 万吨/年 PC 产能预计 2019 年底投产; 一期年产 8 万吨 PMMA 项目于 2019 年初一次性开车成功并生产初合格产品; 特种异氰酸酯如 HDI、IPDI 等主要品种全球需求量近 30 万吨, 下游主要是汽车涂料等领域, 万华产品得到了全球主要客户的认可; 特种胺业务也有望随着高端的风电、电器、饰品等高端环氧领域持续发展, 维持高速增长。

盈利预测及投资评级: Q3 由于 MDI 价格低迷拖累公司业绩, 但是公司乙烯、新材料等新项目稳步推进, 未来有望成为世界级化工巨头。维持“买入”评级, 由于今年以来 MDI 及石化产品价格持续低迷, 万华暂停美国 MDI 项目投资, 低于我们此前预期, 故下调盈利预测, 预计 2019-2021 年 EPS 为 3.46、5.10、7.04 元(下调前为 4.52、6.11、7.60 元), 对应 PE 为 12.4、8.5、6.1 倍。

风险提示: MDI、石化等产品价格继续下跌, 新项目进展不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	53,123	60,621	68,983	85,627	99,383
增长率	76.5%	14.1%	13.8%	24.1%	16.1%
归属母公司股东净利润(百万)	11,135	10,610	10,877	16,012	22,097
增长率	202.6%	-4.7%	2.5%	47.2%	38.0%
每股收益(元)	3.55	3.38	3.46	5.10	7.04
市盈率(倍)	12.2	12.8	12.4	8.5	6.1

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	53,123	60,621	68,983	85,627	99,383	成长性					
减: 营业成本	32,033	40,114	48,595	60,530	67,399	营业收入增长率	76.5%	14.1%	13.8%	24.1%	16.1%
营业税费	475	546	517	642	745	营业利润增长率	200.1%	-5.2%	-16.8%	18.1%	38.5%
销售费用	1,417	1,721	2,263	2,980	3,429	净利润增长率	202.6%	-4.7%	2.5%	47.2%	38.0%
管理费用	2,035	1,002	3,042	4,127	4,244	EBITDA 增长率	116.8%	1.9%	-8.4%	22.2%	33.1%
财务费用	929	795	1,310	1,663	1,794	EBIT 增长率	159.7%	2.2%	-15.4%	18.9%	35.6%
资产减值损失	303	-36	21	22	26	NOPLAT 增长率	170.1%	-4.6%	-13.2%	48.5%	35.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.7%	14.0%	30.9%	3.1%	23.9%
投资和汇兑收益	126	93	150	150	150	净资产增长率	67.7%	27.6%	20.4%	23.7%	26.5%
营业利润	16,959	16,085	13,384	15,812	21,897	利润率					
加: 营业外净收支	-210	-107	200	200	200	毛利率	39.7%	33.8%	29.6%	29.3%	32.2%
利润总额	16,750	15,978	13,584	16,012	22,097	营业利润率	31.9%	26.5%	19.4%	18.5%	22.0%
减: 所得税	3,440	3,148	2,707	-	-	净利润率	21.0%	17.5%	15.8%	18.7%	22.2%
净利润	11,135	10,610	10,877	16,012	22,097	EBITDA/营业收入	38.0%	33.9%	27.3%	26.8%	30.8%
						EBIT/营业收入	32.0%	28.6%	21.3%	20.4%	23.8%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	3,063	5,096	20,695	29,969	39,753	固定资产周转天数	190	168	166	161	164
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	37	62	81	74	77
应收账款	3,079	2,543	5,122	4,392	6,651	流动资产周转天数	130	163	226	256	274
应收票据	11,308	9,539	13,455	10,330	17,276	应收账款周转天数	17	17	20	20	20
预付账款	482	409	941	1,077	1,544	存货周转天数	38	44	53	57	58
存货	7,000	7,810	12,438	14,465	17,363	总资产周转天数	395	424	492	501	508
其他流动资产	268	4,348	4,348	4,348	4,348	投资资本周转天数	285	299	323	299	293
可供出售金融资产	20	20	20	20	20	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	40.8%	31.4%	26.0%	30.2%	32.3%
长期股权投资	526	643	717	799	894	ROA	20.2%	16.7%	9.7%	12.7%	14.3%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	38.3%	28.8%	22.0%	24.9%	32.8%
固定资产	27,610	29,120	34,487	42,115	48,364	费用率					
在建工程	6,420	10,251	12,426	11,955	10,978	销售费用率	2.7%	2.8%	3.3%	3.5%	3.5%
无形资产	2,521	3,129	3,101	3,065	3,021	管理费用率	3.8%	1.7%	4.4%	4.8%	4.3%
其他非流动资产	3,531	4,005	3,919	3,825	3,718	财务费用率	1.7%	1.3%	1.9%	1.9%	1.8%
资产总额	65,828	76,913	111,698	126,420	154,019	三费/营业收入	8.2%	5.8%	9.6%	10.2%	9.5%
短期债务	12,715	17,412	30,635	36,937	46,966	偿债能力					
应付账款	4,896	3,689	6,711	6,243	8,181	资产负债率	53.3%	49.0%	57.7%	53.7%	52.0%
应付票据	1,852	4,147	3,120	5,932	4,147	负债权益比	114.0%	96.0%	136.3%	116.2%	108.3%
其他流动负债	8,358	7,733	9,284	9,795	10,092	流动比率	0.91	0.90	1.15	1.10	1.25
长期借款	6,322	3,818	13,812	7,620	9,221	速动比率	0.65	0.67	0.90	0.85	1.00
其他非流动负债	932	865	865	1,415	1,465	利息保障倍数	18.28	21.84	11.22	10.51	13.21
负债总额	35,074	37,662	64,428	67,941	80,072	分红指标					
少数股东权益	3,475	5,472	5,472	5,472	5,472	DPS(元)	-	1.74	1.04	1.53	2.11
股本	2,734	2,734	3,140	3,140	3,140	分红比率	0.0%	51.5%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	24,536	31,045	38,659	49,867	65,335	股息收益率	0.0%	4.0%	2.4%	3.5%	4.9%
股东权益	30,754	39,250	47,271	58,479	73,947	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	3.55	3.38	3.46	5.10	7.04
净利润	13,309	12,830	10,877	16,012	22,097	BVPS(元)	8.69	10.76	13.31	16.88	21.81
加: 折旧和摊销	3,186	3,185	4,115	5,506	6,897	PE(X)	12.2	12.8	12.4	8.5	6.1
资产减值准备	303	-36	21	22	26	PB(X)	5.0	4.0	3.2	2.6	2.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	126.8	24.6	7.3	9.6	8.2
财务费用	836	962	1,310	1,663	1,794	P/S	2.5	2.2	2.0	1.6	1.4
投资收益	-126	-93	-150	-150	-150	EV/EBITDA	6.8	6.7	8.7	6.7	5.1
少数股东损益	2,175	2,219	-	-	-	CAGR(%)	6.4%	19.9%	33.7%	6.4%	19.9%
营运资金的变动	-6,526	-3,351	-9,033	4,944	-12,052	PEG	1.9	0.6	0.4	1.3	0.3
经营活动产生现金流量	10,212	19,257	7,140	27,997	18,612	ROIC/WACC	4.4	3.3	2.5	2.9	3.8
投资活动产生现金流量	-5,460	-10,318	-11,530	-12,530	-12,030	REP	0.7	0.8	0.9	0.7	0.5
融资活动产生现金流量	-3,660	-7,937	19,989	-6,192	3,202						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。